

# 第1部 IMFの現状と課題 第2章 IMFの中期戦略と新興市場経済の国際収支管理 リザーブ増強ラインの評価を中心として

著者	熊倉 正修
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	576
雑誌名	岐路に立つIMF：改革の課題、地域金融協力との関係
ページ	[61]-102
発行年	2009
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00011606">http://hdl.handle.net/2344/00011606</a>

## 第2章

# IMF の中期戦略と新興市場経済の国際収支管理

——リザーブ増強ラインの評価を中心として——

熊倉 正修

### はじめに

国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）は2004年から中期戦略にもとづく組織改革と業務改革に取り組んでいる。中期戦略はIMF自身のガバナンス改革を含む多くの課題を対象としているが、それらのひとつに掲げられているのが新興市場経済（Emerging Market Economies: EME）に対する支援の強化である。中期戦略に関する文書においてEMEは「実体経済面におけるグローバル化の最大の受益者であると同時に（国際）資本移動の不安定性に起因する経済ブームと危機のサイクル（boom-bust cycles）のリスクが最も高い国々」だと認識されており、IMFが「（これらの国々のために）取り組むべき課題が多く残されている」とされている（IMF [2005: 7]）。このような認識にもとづき、IMFの執行部は2006年にリザーブ増強ライン（Reserve Augmentation Line: RAL）と呼ばれる新規のプログラムの導入を提案した<sup>(1)</sup>。RALは2003年に失効した予防的クレジットライン（Contingent Credit Line: CCL）と類似した一種の融資保証制度であり、EMEにおける資本収支危機の予防を意図したものである。しかし本章の執筆時点でRAL設立へのコンセンサスは得られていない。

本章の目的は中期戦略におけるEME支援の位置付けとRALの意義を経

済学的に評価し、同時にこれらの立案過程にどのような政治的力学が作用していたかを考察することである。後述するように、1990年代半ば以降の EME 諸国の国際収支危機に外生的な資本勘定ショックが関与していたことは事実であるが、当該国自身の経済政策にも少なからず問題があったと思われる。また、EME と呼ばれる国々は実際にはかなり多様であり、これらの国々における将来の資本収支危機予防のためには画一的な融資保証制度の導入より既存のプログラムの柔軟な活用を目指すべきと思われる。さらに中期戦略の実施過程で既存プログラムの活用でなく新規のプログラムが提案された背景には、主要加盟国間の駆引きに加え、執行部やスタッフ自身の意向も作用していたと考えられる。

本章の構成は以下の通りである。第1節では1990年代以降の EME の国際収支危機に対するこれまでの IMF の対応をレビューし、それが中期戦略にどのように投影しているかを確認する。第2節では過去の EME の国際収支危機の原因を検討し、IMF が「資本移動の不安定性に起因するリスク」と呼ぶものがどれだけ個々の国々の管理能力を超えるものなのかを考える。第3節では現在提案されている RAL の制度設計をレビューし、それがどのような問題を抱えているか、中期戦略と RAL 構想の背景にどのような政治的意図が働いているかを考察する。最終節では本章の議論をまとめる。

## 第1節 新興市場経済の国際収支危機と IMF の対応

IMF の業務の中核は加盟国の国際収支管理の支援にあるが、1946年の設立から今日までにその内容は大きく変化した。1970年代までは大半の加盟国が対外金融取引を厳格に規制していたため、国際収支危機とは主に経常収支ギャップを意味していた。しかし1980年代初頭から先進諸国の対外金融投資が活発化し、1990年代になるとその一部が開発途上国に向かうようになった。先進国の投資家の主要な投資対象となった開発途上国は新興市場経済(EME)

と呼ばれるようになり、1990年代半ばになるとこれらの国々において深刻な国際収支危機が発生するようになった。次節で改めて議論するように、EME という言葉の意味するところは実際にはかなり曖昧であり、一般に EME と呼ばれる国々において生じた国際収支危機のすべてが純粋な資本収支危機であったわけでもない。しかしこれらの危機の多くが資本勘定の急激な調整をともなっていたことは事実であり、IMF としても既存の融資体制の再考を迫られることになった。

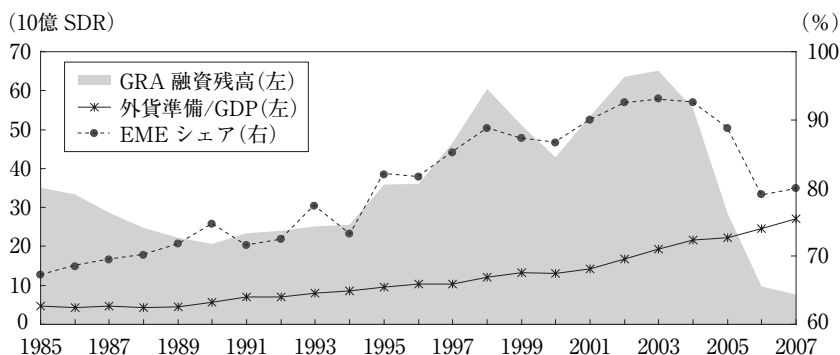
IMF の融資の多くは一般財源勘定 (General Resources Account: GRA) を原資とするスタンバイ取極 (Stand-By Agreement: SBA) や拡大信用供与ファシリティ (Extended Fund Facility: EFF) などの形で実施される。ただし IMF 自身のリスク管理と被融資国の経済調整促進のために GRA 融資には一定のアクセス・リミット (与信限度額) が設定されており、個々の加盟国に対して1年間に当該国の出資額 (クォータ) の100%、残高ベースで300%を超える融資を実施することは禁じられている。しかし EME の国際収支危機ではしばしば短期間に巨額の資金が海外に流出し、通常のアクセス・リミットの枠内では実効性のある支援が困難なケースが多発した。また、自己実現的な資本収支危機においては IMF が迅速に潤沢な資金を提供し、民間投資家の不安解消に努める必要があると考えられるようになった。

IMF は当初、既存の融資ファシリティに特例条項を適用することによってアクセス・リミット超の融資を実施していたが、1997年のアジア危機をきっかけに補完的準備ファシリティ (Supplemental Reserve Facility: SRF) を導入した。SRF には明示的な融資上限が規定されておらず、理事会の判断次第で大規模な資金を迅速に供与することが可能である。ただし SRF はアクセス・リミット超の支援の必要性がすでに明瞭になっている場合に SBA や EFF と抱き合わせて提供するものと規定されているため、SRF 取組み時にもやはり特例条項の適用が必要となる。1995年から今日までに9カ国に対して合計26件の特例融資 (増額、延長を含む) が実施されているが、これらはいずれも日常的に EME と呼ばれている国々である。

これらの特例融資は IMF の融資活動の性質を大きく変化させることになった。図1は1985年以降の GRA 融資残高とそれに占める EME 向け融資のシェア、そして EME 諸国全体の外貨準備保有高の対 GDP 比率の推移を描いたものである（EME の定義は次節を参照）。これを見ると分かるように、IMF の与信活動の規模は1990年代半ばから2000年代初頭にかけて EME 危機の頻発によって急増した。しかし2003年頃から国際金融市場とこれらの国々の経済が安定化したことにより融資残高は急減し、（ここには示していないが）融資にまつわる IMF の利息・手数料収入も激減している。なお2007年末現在の GRA 融資残高は49億 SDR であるが、そのうち45億3000万ドルがトルコ一国に対する SBA によって占められており、これが予定通り終了すれば IMF の与信残高は未曾有の水準に低下する。

1997年の SRF 導入後も EME の国際収支危機が頻発したことを受け、1999年に IMF は予防的クレジットライン（Contingent Credit Line: CCL）を創設した。CCL は希望国に対して事前審査を条件に一定の融資保証を行い、他国の資本収支危機が伝播した際に迅速な支援を実施することを意図したもので

図1 IMF の GRA 融資と EME



（出所） IMF ホームページおよび *International Financial Statistics* (IFS), *World Economic Outlook Database* (WEO) のデータをもとに集計。

（注） EME は表1をもとに定義した30カ国を示す。「外貨準備/GDP」は各年の30カ国の外貨準備の総額を名目 GDP の総額で除した値。「EME シェア」は IMF の GRA 融資の総残高に占める当該30カ国に対する融資の比率。

ある。通常の IMF の融資ファシリティーが事後モデル (ex post model, ある国において国際収支危機が顕在化してからすべての審査が開始され、その結果により融資の可否や条件が決定される) にもとづいているのに対し、CCL は事前モデル (ex ante model, あらかじめ審査を行い必要時の流動性供与を約束する) の要素を含む点に特徴があったと言われている。ただし CCL においては融資保証期間中や資金引出し時に別途審査が義務付けられており、事前審査にパスした国が必ずしも有事の際の支援を確信できる内容にはなっていなかった。

IMF は CCL が EME に迅速に普及することを期待していたと思われるが、実際には事前審査を申請する国は現れなかった。2000年には CCL の利用促進のために制度内容の変更が行われたが、利用ゼロの状態は変わらなかった。CCL はあらかじめ2003年11月までの時限的制度として設立されていたため、失効直前に改めて理事会において制度の見直しと延長の可能性が検討された。理事会の議論に先立ってスタッフが作成した文書は CCL を廃止する場合には代替的な資本収支危機予防策を導入するよう求めており、その具体例として予防的取極 (Precautionary Arrangement: PA) の活用を含むいくつかの可能性に言及がなされていた (IMF [2003a])。

しかし理事会の最終判断では CCL の廃止が決定され、PA の弾力化案も退けられた。IMF の歴史においていったん導入された与信制度が利用実績ゼロのまま廃止されたのはおそらく初めてであり、執行部やスタッフにとってきわめて後味の悪い経験であったはずである。ただし一部の理事が最後まで CCL 廃止に抵抗したことが報じられており (IMF [2003b])、それが2006年の RAL の提案にも結び付いている。

次節以降の議論のために、ここで PA に関して若干の補足説明をしておこう。PA とは将来の国際収支上の困難を懸念する国がさしあたり資金引出しの意図を持たないことを表明して取り組む融資プログラムのことであり、手続き上は通常の SBA や EFF と変わらない。PA は必ずしも EME や資本収支危機だけを念頭に置いたものではないが、CCL と同様に民間投資家に潜在

的な IMF の支援をアピールしたり有事の際の引出し手続きを迅速化したりといった効果を期待できる<sup>(2)</sup>。ただし PA はあくまでも SBA や EFF などの伝統的プログラムの一形態であり、アクセス・リミット超の融資を PA として取り組むことは認められていない。また、SRF がすでに資本収支危機が顕在化している場合にのみ利用可能と規定されているため、SRF を PA の形で取り組むことも基本的には認められていない。PA の柔軟化に関しては 2004 年 9 月にあらためて理事会で議論が行われたが、ここでも意見が収束せずに見送られている (IMF [2004a])。

2005 年に専務理事の報告書の形で初めて公表された中期戦略においては EME 支援強化の具体的な方策は定められておらず、資本収支危機対策に関してもアクセス・リミット超の PA の解禁と CCL の後継プログラムの導入の 2 つを再検討するよう理事会や加盟国に対して求めていた (IMF [2005])。しかし前者に関する具体的なプランは提出されず、後者に関してのみ 2006 年 8 月にその具体案である RAL を論じた文書が発表された (IMF [2006b])。その後、この文書をもとに理事会や国際通貨金融委員会 (International Monetary and Financial Committee: IMFC) において議論が行われ、市場関係者へのヒヤリングなども経て 2007 年 2 月にはより詳細にプログラムの内容を論じた文書が発表された (IMF [2007a])。同文書では理事会の判断次第ですぐに具体的な導入手続きに入る用意があると述べられており、執行部やスタッフが RAL 設立にきわめて前向きなことがうかがえる。しかしその後の理事会や IMFC では加盟国のコンセンサスが得られておらず、議論は難航している模様である。

## 第 2 節 新興市場経済とその対外脆弱性の所在

前述したように、中期戦略では EME が資本移動の不安定に対してとりわけ脆弱であり、IMF がこれらの国々に対する支援を強化する必要があると

述べられている。このことはIMFがEMEと呼ばれる国々が他の加盟国とは性質を異にする経済を持つ国々であり、自国の裁量や努力のみによって上記の脆弱性を克服することが不可能ないし困難だと考えていることになる。次節で検討するように、中期戦略の作成・実施過程には純粹に経済学的な理由以外の要因も関与していると思われる、上記の見解がIMFの執行部やスタッフの真の見解であるかどうかは必ずしも明らかでない。しかしいずれにせよ、これらの見解の当否はIMFのEMEに対する政策のあり方を考えるうえで重要な意味を持つ。そこで本節ではそもそもEMEとは何なのか、これらの国々の対外脆弱性が何に由来するものなのか、それが本当に当該国の管理能力を超えるものなのかを検討しよう。

## 1. 国際資本移動と新興市場経済

本節の議論に先立って強調しておくべきことは、新興市場経済（Emerging Market Economies: EME）という言葉が厳密な定義を持つ用語でなく、それがどの国を意味するのかも必ずしも明らかでないことである。IMF自身も「新興市場（Emerging Markets）とは典型的には低・中所得国のなかで近年に経済開発・改革プログラムを実施し、世界経済における重要なプレーヤーとして出現（emerge）しつつある国々を意味しているが、EMEの分類方法は数多く存在し、IMFが調査やモニタリングを行う際には独自の分類方法を用いている」と説明している（IMF [2007b]）。ただしIMFのさまざまな文書に示されたEMEの集合は必ずしも一貫しておらず、「独自の分類方法」なるものが明瞭な裏付けを持っていないことが分かる。しかし「EMEが他の国々とは異なった経済的性質を備えているか」といった問題を検討するためにはどの国をEMEと見なすかを明瞭に定義しておく必要がある。

民間の資本市場関係者がEMEという言葉を用いる場合、先進国の大手民間投資機関が恒常的に投資環境をモニターしている国々、とりわけこれらの機関が作成している国際投資ベンチマーク指数に含まれる20～30の開発途上



国を指す場合が多い。しかし民間金融機関の関心は経済規模の大きい国々や経済成長率が高い国々に偏っており、IMFの支援強化の対象がこれらの国々だけに限定されるとは考えにくい。一方、IMF [2006b, 2007a] などではRALが「(国際金融) 市場にアクセスを持つ国々」(market access countries) ないし「(国際) 金融市場に積極的に参加している国々」(countries active in capital markets) を対象としたものだと説明されているため、国際金融市場において活発に資金調達を行っている開発途上国をEMEと考えることも可能だろう。また、IMFは特別データ公表基準 (Special Data Dissemination Standard: SDDS) と呼ばれる経済・金融統計のテンプレートを公表しており、「国際金融市場にアクセスを持つかアクセスを求める加盟国」にその採用を奨励している (IMF [2004b])。理事会においてSDDS採用をRALの利用条件に含めることを求める声があがっているため、SDDS採用国をIMFの支援強化の主たる対象国と考えることも可能であろう。

表1はIMFホームページ資料や*Global Financial Stability Report* (GFSR)<sup>(3)</sup>をもとに、前記の定義に該当する国々の集合を一覧表の形に整理したものである。左から3列目の「資本調達実績」欄が△ないし○になっている国々は2000年以降に国際資本市場において資金調達を行った国々であり、そのうち2000～2006年の累積調達額の対GDP比率が20%を超える国々を○で示した。「債券」「株式」欄の○はGFSRの巻末統計資料においてそれぞれの価格指数が報告されている国々を表しており、これらは主要な民間金融機関の投資指数に含まれている国々である。

表1を見ると2000年以降に国際金融市場における資金調達実績を持つ国々はきわめて多く、最貧国以外の大半の開発途上国がすでに何らかの形で国際金融市場へのアクセスを得ていることが分かる。また、「債券」「株式」欄が○の国々において必ずしも「資金調達実績」欄が○になっておらず、海外投資家が注目する国々と海外からの資金取入れに積極的な国々が必ずしも一致していないことが分かる。また、これらの国々のなかにはRALの主旨に馴染まないと思われるSDDS未採用国や貧困削減・成長ファシリティー (Pov-

表1 代替的な定義にもとづく EME の集合

国名 <sup>1)</sup>	所得水準 <sup>2)</sup>	資本調達 実績 <sup>3)</sup>	債券 <sup>4)</sup>	株式 <sup>5)</sup>	SDDS <sup>6)</sup>
アルジェリア	下位中所得国	△			
アンゴラ	下位中所得国	○			
アルゼンチン	上位中所得国	○	○	○	○
アルメニア	下位中所得国				○
アゼルバイジャン	下位中所得国	○			
バーレーン	高所得国	○			
バングラデシュ	低所得国	△			
ベラルーシ	下位中所得国	△			○
ボリビア	下位中所得国	△			
ボツワナ	上位中所得国	△			
ブラジル	下位中所得国	○	○	○	○
ブルネイ・ダルサラーム	高所得国	△			
ブルガリア	下位中所得国		○		○
ブルキナファソ	低所得国	△			
カメルーン	低所得国	△			
チャド	低所得国	△			
チリ	上位中所得国	○	○	○	○
中国	下位中所得国	△	○	○	
コロンビア	下位中所得国	○	○	○	○
コンゴ民主共和国	低所得国	△			
コスタリカ	上位中所得国	△			○
コートジボアール	低所得国	△	○		
クロアチア	上位中所得国	○			○
キプロス	高所得国	○			
チェコ	上位中所得国	△		○	○
ジブチ	下位中所得国	△			
ドミニカ共和国	下位中所得国	△	○		
エクアドル	下位中所得国	△	○		○
エジプト	下位中所得国	△	○	○	○
エルサルバドル	下位中所得国	○	○		○
エストニア	上位中所得国	○			○
エチオピア	低所得国	△			
ガボン	上位中所得国	△			
グルジア	下位中所得国	△			
ガーナ	低所得国	○			
グレナダ	上位中所得国	○			
グアテマラ	下位中所得国	△			
ギニア	低所得国	△			

国名 <sup>1)</sup>	所得水準 <sup>2)</sup>	資本調達 実績 <sup>3)</sup>	債券 <sup>4)</sup>	株式 <sup>5)</sup>	SDDS <sup>6)</sup>
ハイチ	低所得国	△			
ホンジュラス	下位中所得国	△			
ハンガリー	上位中所得国	○	○	○	○
インド	低所得国	△	○	○	○
インドネシア	下位中所得国	△	○	○	○
イラン	下位中所得国	△			
イラク	下位中所得国	△	○		
イスラエル	高所得国	△		○	○
ジャマイカ	下位中所得国	○			
ヨルダン	下位中所得国	△		○	
カザフスタン	下位中所得国	○			○
ケニア	低所得国	△			
韓国	高所得国	○		○	○
クウェート	高所得国	○			
キルギス	低所得国	△			○
ラオス	低所得国	○			
ラトビア	上位中所得国	○			○
レバノン	上位中所得国	○	○		
リビア	上位中所得国	△			
リトアニア	上位中所得国	○			
マケドニア	下位中所得国	△			
マラウイ	低所得国	△			
マレーシア	上位中所得国	○	○	○	○
マリ	低所得国	△			
マルタ	高所得国	△			
マーシャル諸島	下位中所得国	△			
モーリシャス	上位中所得国	△			
メキシコ	上位中所得国	△	○	○	○
モルドバ	低所得国	△			○
モンゴル	低所得国	△			
モロッコ	下位中所得国	△	○	○	○
モザンビーク	低所得国	△			
ナミビア	下位中所得国	△			
ニカラグア	低所得国	△			
ニジェール	低所得国	△			
ナイジェリア	低所得国	△	○		
オマーン	上位中所得国	△			
パキスタン	低所得国	△	○	○	
パナマ	上位中所得国		○		

国名 <sup>1)</sup>	所得水準 <sup>2)</sup>	資本調達 実績 <sup>3)</sup>	債券 <sup>4)</sup>	株式 <sup>5)</sup>	SDDS <sup>6)</sup>
バブアニューギニア	低所得国	△			
パラグアイ	下位中所得国	△			
ペルー	下位中所得国	△	○	○	○
フィリピン	下位中所得国	○	○	○	○
ポーランド	上位中所得国	○	○	○	○
カタール	高所得国	○			
ルーマニア	下位中所得国	△			○
ロシア	上位中所得国	○	○	○	○
サウジアラビア	高所得国	△			
セネガル	低所得国	△			
セルビア	下位中所得国	△	○		
セーシェル	上位中所得国	○			
シンガポール	高所得国	○		○	○
スロバキア	上位中所得国	△			○
スロベニア	高所得国	○			○
南アフリカ	上位中所得国	○	○	○	○
スリランカ	下位中所得国	△		○	
セントルシア	上位中所得国	△			
スーダン	低所得国	△			
タンザニア	低所得国	△			
タイ	下位中所得国	△		○	○
トリニダード・トバゴ	上位中所得国	○			
チュニジア	下位中所得国	△	○		○
トルコ	上位中所得国	○	○	○	○
ウクライナ	下位中所得国	○	○		○
アラブ首長国連邦	高所得国	○			
ウルグアイ	上位中所得国	○	○		○
ウズベキスタン	低所得国	△			
ベネズエラ	上位中所得国	△	○	○	
ベトナム	低所得国	△	○		
ザンビア	低所得国	△			
ジンバブエ	低所得国	△			

(出所) IMF ホームページおよび GFSR (2007年4月号) をもとに作成。

(注) 1) アルファベット順。

2) World Bank の分類による。

3) 原データは Dealogic。

4) JP Morgan Chase & Co. の Emerging Market Bond Index 対象国。

5) Morgan Stanley Capital International の Emerging Markets Index 対象国。

6) Special Data Dissemination Standard 採用国 (2006年末現在)。

erty Reduction and Growth Facility: PRGF) 対象国も含まれている。

表1において△ないし○が3つ以上の国々には網掛けを施してあり、これらの国々は通念的な EME の集合とおおむね一致すると思われる。そこで以下ではこれらの国々を「EME」、それ以外の国々を「それ以外の国々」と呼称し、前者がどのような意味で特別な国々であるのかを考察していくことにする。IMF の EME 支援策の対象は必ずしも前者に限定されているわけではないが、後者の国々もあまねく対象となるようなプログラムはすべての加盟国に対して開かれた政策として議論されるべきであろう。したがって EME が特殊な国々であるという IMF の認識が正当化されるためには、少なくともグループ全体で見た場合、前記の定義による EME とそれ以外の国々の経済環境が質的に異なっていることが示される必要がある。

まず前記の国々と国際金融市場との関係がどれだけ強まっているかを見てみよう。各国の対外金融統合の進捗状況を比較するうえでは変動の激しいフローの資本流出入額より残高を比較する方が望ましい。そこでここではこれらの国々の対内金融投資残高の対 GDP 比率と対貿易総額比率を計算し、それらが1992年から2004年にかけてどのように変化したかを推移行列の形に整理してみた。比較の便のために先進諸国に関しても同じ計算を行い、同様の表を作成した。表2はその結果をまとめたものである。

表2を見てまず気付くことは、前記の比率で測った EME の対外金融統合度が現在でも先進国に比べてかなり限定的であることである。先進国に比べると開発途上国では投資可能な金融資産の規模が小さいため、このこと自体は驚くべきことではない。しかし EME グループのなかには行列の対角成分の左下に分布している国も含まれており、これらの国々において経時的にも対外金融統合が急速に進行しているわけでないことが分かる<sup>(4)</sup>。また、EME とそれ以外の国々との間で2004年の数値の分布に大きな違いはなく、前者がとりわけ国際金融市場との関係を深めているとも言えないように思われる。

次に EME の対外金融統合状況を政策面からとらえてみよう。各国の対外金融開放度を定量的に比較することは容易でないが、ここでは IMF の *An-*

表2 先進国と開発途上国における対外金融統合の進捗状況

EU 加盟国 (対内投資残高 ÷ GDP)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0
<0.4			1	2		1
<0.8				1	4	
<1.2					1	2
<1.6						2
<2.0						
≥2.0						

EU 加盟国 (対内投資残高 ÷ 貿易総額)

1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.5						
<1.0				2	1	4
<1.5				2	2	2
<2.0						
<2.5						
≥2.5						1

その他の先進国 (対内投資残高 ÷ GDP)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0
<0.4		1	1			
<0.8			3	1		1
<1.2						
<1.6						1
<2.0						
≥2.0						

その他の先進国 (対内投資残高 ÷ 貿易総額)

1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.5						
<1.0				1		1
<1.5			1	1		1
<2.0						2
<2.5				1		
≥2.5						

EME (対内投資残高 ÷ GDP)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0
<0.4	3	5	1			
<0.8		14	4	1		
<1.2		1				
<1.6		1				
<2.0						
≥2.0						

EME (対内投資残高 ÷ 貿易総額)

1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.5	2	1				
<1.0	1	5				
<1.5		7	4		1	
<2.0		1	1	1	1	
<2.5						
≥2.5			1			

その他の国々 (対内投資残高 ÷ GDP)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0
<0.4	9	2				
<0.8	5	5	1			
<1.2		6	2			
<1.6		3				1
<2.0			1	1		
≥2.0		2	2	1		

その他の国々 (対内投資残高 ÷ 貿易総額)

1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.5	7	1				
<1.0	4	2				
<1.5	3	4	1			
<2.0		3	3	1		1
<2.5		1	1			
≥2.5		1	4	2	1	

(出所) Lane and Milesi-Ferretti [2006] および World Bank, *World Development Indicators* (WDI) のデータをもとに集計。

(注) 「対内投資残高」は FDI を除く。「貿易総額」は当該年の財・サービス輸出入総額を示す。

*nual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)* の情報をもとに対外金融規制の強度を示す簡単な指数を作成した。具体的には AREAER の一覧表のなかで内外金融投資と関係が深い 6 分野を選択し、各分野において規制がある場合には 1，ない場合には 0 としたうえで 6 分野の数値を合計することによって各国の指数を算出した。したがって指数の値は 0 から 6 の間に分布し、値が大きいほど規制が強いことを示している。さらに先進国と EME，その他の国々ごとに指数の記述統計を算出し、その結果を表 3 にまとめた。

表 3 を見ると先進国グループでは指数の最頻値が 1，中位値が 2 となっており、これらの国々においてすでに大半の資本規制が撤廃されていることが分かる。一方、EME とその他の国々においてはいずれも最頻値が最大値の 6 になっており、多くの国々が現在でも対外資本開放に対して慎重な姿勢を崩していないことがうかがえる。また、EME とその他の国々の間ではそれ以外の記述統計にも目立った差異が認められず、前者が後者に比べて対外金融統合に積極的とは言いがたいことが分かる<sup>(5)</sup>。

それでは IMF が強調する EME の資本移動に対する脆弱性は何に起因しているのだろうか。これらの国々において予見困難な資本移動がとりわけ活発なためであろうか。EME の国際収支危機には通貨危機や金融危機をともなった事例が多く、国際資本移動の動向変化と前後してこれらの現象が発生

表 3 先進国と開発途上国における対外資本自由化の進捗状況  
(2004年末現在)

	先進国 (22カ国)	EME (30カ国)	その他の国々 (66カ国)
平均値	2.1	4.3	4.0
中位値	2.0	5.0	4.5
最頻値	1.0	6.0	6.0
標準偏差	1.6	1.8	1.8
第 8 条採用国 (参考, %)	100.0	100.0	90.9

(出所) IMF, *AREAER* 2005 をもとに集計。

(注) その他の国々は高所得国を除く。「第 8 条採用国」は経常取引に関する通貨規制を行わないことを約束している国を示す。

した場合に深刻な国際収支危機に発展しがちなことが指摘されている (Eichengreen [2002])。この点を確認するために、1990年以降に先進諸国と EME において海外からの流入資金が突然枯渇したり流出に転じたりした事例 (以下ではこれらを便宜的に「資本移動の変調」と呼称する) を抽出し、それらが通貨危機や金融危機とどのように関係していたかを調べてみよう。まず各国の毎年の FDI 以外の投資収支の対 GDP 比率を計算し、その値が対前年ないし前々年比で一定幅以上落ち込んだ年を資本移動の変調が生じた年として抽出する。そしてこれらの年に著しい自国通貨の減価が生じていたか、当該年を含む前後3年間に銀行危機が生じていたかを調べ、先進国と EME ごとに該当件数を計算する。資本移動の変調に関しては2つの代替的な抽出条件を設定し、それぞれの条件にもとづく集計結果を表4の [A] [B] にまとめた (集計方法の詳細に関しては表4の注を参照)。

表4を見てまず気付くことは、ここで採用した定義による資本移動の変調そのものは先進国、EME いずれにおいても頻繁に生じており、両者の間で明瞭な頻度の違いが認められないことである。ただし表4の分類結果を観察すると、先進国ではこれらの資本移動変調の事例のなかで通貨危機をともなって生じたものが皆無なのに対し、EME においてはそのようなケースが全体の約半数を占めている。同様に先進国の資本移動の変調のなかで銀行危機をともなったものの比率が2割程度にとどまっているのに対し、EME ではその比率が50%を超えている。さらに注目すべきことは、EME において通貨危機と銀行危機をともなったケースが資本移動変調の事例全体の4割前後に上っており、しかも IMF の特例融資に帰結したすべての事例がそれに該当していることである。したがって近年の EME の国際収支危機の多くに資本移動の変調が関与していたことは事実だとしても、とりわけ深刻な危機においては当該国自身の通貨政策や国内金融機関の監督体制システムの問題も寄与していたと考えられる。



表4 資本移動の変調と通貨・銀行危機の関係 (1990～2002年)

[A] 抽出条件:  $F(t) - F(t-1) < -5\%$  または  $F(t) - F(t-2) < -8\%$ 

先進国 (23件: 9.5%)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	0 (0)	4 (0)
	No	0 (0)	19 (0)

EME (33件: 8.5%)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	13 (6)	4 (0)
	No	3 (0)	13 (0)

[B] 抽出条件:  $F(t) - F(t-1) < -7\%$  または  $F(t) - F(t-2) < -10\%$ 

先進国 (13件: 5.4%)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	0 (0)	3 (0)
	No	0 (0)	10 (0)

EME (24件: 6.2%)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	10 (4)	3 (0)
	No	2 (0)	9 (0)

(出所) IMF, IFS, World Bank, WDI および Caprio and Klingebiel [2003] のデータをもとに集計。

(注) (1)  $F(t)$  は各国の  $t$  年における投資収支の対 GDP 比率 (FDI を除く) を示す。

(2) 各表の左上の数値はそれぞれのグループにおける資本移動変調の事例の件数と発生頻度 (件数 ÷ [国数 × 年数]) を示す。

(3) 先進国は OECD 加盟国のみ (2000年以降はユーロ採用国を除く)。

(4) かっこ内の数値は IMF の特例融資 (&gt; 対クォータ比300%) に帰結した件数を示す。

(5) 「銀行危機 (Yes)」は急激な資本流出が生じた年を含む前後3年間に銀行危機が生じていた事例を示す。銀行危機のデータは Caprio and Klingebiel (2003) による。

(6) 「通貨危機」は当該国通貨の名目対ドルレートの対前年比減価率を  $X(t)$ , 対前々年比減価率を  $X^*(t)$  と書き, 以下のいずれかの条件が満たされたケースを「Yes」とした。(条件1)  $X(t) > 40\%$  かつ  $X(t) - X(t-1) > 30\%$ 。(条件2)  $X^*(t) > 50\%$  かつ  $X^*(t) - X^*(t-2) > 40\%$ 。条件2はある年の年末から翌年初めにかけて通貨危機が生じた事例を捕捉することを目的としたものである。また, 条件1, 2とも, 2つ目の不等式はハイパーインフレーションなどによって持続的に名目為替レートが減価しているケースを除外することを目的としたものである。他の条件による分類も試みたが, 定性的な結果に大きな変化は認められなかった。

## 2. 新興市場経済の脆弱性は不可避免か

それでは EME を含む開発途上国が自国の判断と努力によって通貨政策や国内金融システム管理のあり方を再考し, 自国のマクロ経済の資本移動の変調に対する耐性を高めることは困難なのだろうか。

Calvo [2005] や Eichengreen and Hausmann [2005] らはこの問いに Yes と答えており, おおむね以下のようにその理由を説明している。開発途上国

は慢性的な資本不足状態にあり、経済成長が加速しつつある EME においてはとりわけ海外からの投資資金取入れ需要が強い。しかしこれらの国々の経済においては予見困難な要因が多いうえに政策当局の信頼性も低いため、政府や企業が自国通貨建てで長期資金を調達しようとしても、それに応じる海外投資家は少ない。したがってこれらの国々の対外債務の契約通貨や期間が対外債権のそれに比べて外国通貨建てで短期のものに偏っていること（バランスシートのダブル・ミスマッチ）は政策の失敗を表すものではなく、いわば克服不可能な原罪（original sin）である。

そして一国全体と国内金融システムに深刻なダブル・ミスマッチが存在している以上、金融通貨当局は常に突発的な資本逃避→自国通貨の暴落→実質的な対外負債の拡大による金融・経済危機→さらなる資本逃避という負のスパイラルを懸念せざるをえない。そのため平時から自国通貨の対外価値の維持を優先する金融政策運営を行い（いわゆる fear of floating）、負の交易条件ショックや資本勘定ショックが生じて簡単に自国通貨切下げに応じない姿勢を示す必要がある。そして当局が自国通貨の名目為替レート維持を表明している以上、企業や金融機関にとってもリスク・プレミアムが高く調達コストが嵩む国内の自国通貨建て資金より金利の低い外貨建ての短期資金に依存することが合理的となり、企業部門や金融部門、そして一国全体のバランスシートのミスマッチがますます深刻化する。

前記の議論が正しければ、EME を含む開発途上国に独力で柔軟な通貨政策や強固な金融システムを確立することを求めることは現実的でなく、外部からの支援が正当化されることになる。しかし Williamson [2005] や Mishkin [2006] らによっても指摘されているように、Calvo や Eichengreen らの議論は少なからず誇張されている嫌いがあり、近年の EME 諸国の経済運営状況とも必ずしも整合的でないように思われる。以下ではこの点を考察しよう。

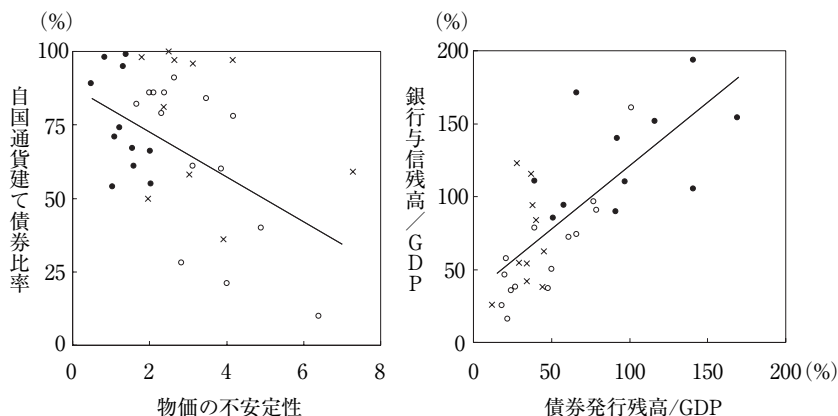
Eichengreen らの原罪仮説によれば、開発途上国のミクロ経済主体は、

①国内経済の不確実性や政策当局の経済管理能力の欠如、金融市場の未発達

により国内で十分な長期・自国建て資金を調達できず、その結果、②自らの意思に反して短期・外貨建ての海外資金への依存を余儀なくされている。しかし先進国全体と開発途上国全体で見た場合、前者から後者への純投資は今日でも標準的な経済理論が予想するよりずっと小規模にとどまっており (Lucas [1990])、個々の開発途上国の間でも FDI 以外の対内投資の規模と経済成長率の間に明確な関係は認められていない (Kose et al. [2006])。また、開発途上国の企業のうち実際に国際市場で資金調達を行っているのはごく一部の優良企業であり (Claessens and Schmukler [2007])、これらは仮に国内市場に問題が存在していてもその影響を最も受けにくい企業だと考えられる。さらにアメリカや欧州諸国以外の大半の先進国企業の国際市場における起債や海外からの銀行融資取入れも短中期・外貨建てのものが中心になっていることを考慮すると (Jeanne and Guscina [2006])、EME 諸国のミクロ経済主体が海外から外貨建て資金を調達していることがすなわち自国の問題の反映だとは即断できず、その当否を判断するにはこれらの経済主体の国際・国内市場における調達状況を総合的に分析する必要があるように思われる。

図2の左パネルは Burger and Warnock [2006] のデータをもとに各国の長期債券発行残高 (発行時償還期間1年超の公債および社債、国内発行分と国外発行分を含む) に占める自国通貨建て債券のシェアを計算し、それが国内物価の安定性とどのような関係にあるかを調べたものである (データの制約により2001年末時点の実績のみを示した)。これを見てまず気付くことは、大半の国々の自国通貨建て債券比率が5割を超えており、そのなかに多くの EME が含まれていることである。先進国において自国通貨建て債券比率が90%を上回っているのは日本、スイス、アメリカの3カ国のみであるが、EME グループでは中国、インドネシア、イスラエル、モロッコ、インドの比率が90%を超えている。また、この図には示されていないが、外貨建て債券の比率が高い国ではいずれも公的部門がその主たる発行主体になっており、政府自身の行動が為替変動に対して脆弱な債務構造の主因となっていることを示唆している。

図2 先進国と開発途上国における「原罪」(2001年末現在)



(出所) Burger and Warnock [2006] および World Bank, WDI のデータをもとに集計。

(注) 図中の●は先進国を, ○は EME を, ×はそれ以外の国々を示す (いずれもデータの得られた国のみ)。先進国はユーロ圏の国々を除く。「物価の不安定性」は  $1/3 \times (1992 \sim 1997 \text{ 年の CPI 上昇率の標準偏差}) + 2/3 \times (1996 \sim 2001 \text{ 年の CPI 上昇率の標準偏差})$  の対数値として算出した。債券発行残高は国内外で発行された償還期間 1 年以上の公的・民間債券の額面金額の合計値を示す (中央銀行発行債を除く)。図中の線は最小二乗法を用いて縦軸の値を横軸の値に回帰した回帰式を表している。

さらに注目すべきことは、自国通貨建て債券比率と物価の安定性の間に明らかな負の関係が認められることである。自国通貨建て債券比率が際立って低い国 (ロシアやウルグアイなど) はいずれも 1990 年代末以降に年率 100% を超えるハイパー・インフレーションを経験した国々であり、ひとたび極端なインフレーションが発生するとインフレ連動債や外貨連動債以外の中長期債市場が消失してしまうことは経験によって知られている。なお、直近では 1990 年代半ば以降に深刻な国際収支危機を経験したブラジルやメキシコなどにおいても債券発行総額に占める固定利率・自国通貨建て債の比率は上昇している。

ただし図 2 の左パネルはあくまでも長期債発行残高に占める自国通貨建て債券の比率を示したものであり、各国の長期債市場の規模に関する情報は与えてくれない。もし原罪仮説が正しければ、EME では契約通貨によらず長

期借入れが困難であり、銀行から借り入れた短期資金のロールオーバーなどによって長期投資がファイナンスされているはずである。そこで図2の右パネルでは各国の長期債発行残高の対GDP比率を銀行融資残高の対GDP比率に対してプロットしてみた。これを見ると横軸と縦軸の数値に明瞭な正の関係が認められ、EME全体として過度に銀行融資に依存しているようには見受けられない。国によって縦軸と横軸の値の比率にばらつきが認められるが、一国の金融システムの構造が多様なことは広く知られている通りであり、先進諸国でも銀行融資への依存度の高い国は少なくない。

それではEMEにおいて柔軟な通貨政策は困難だというfear of floating仮説はどうであろうか。表5はIMFの年次報告書とホームページの資料をもとに、アジア通貨危機直後の1999年から直近の2006年にかけて先進諸国とEMEの金融通貨政策レジームがどのように変化したかをまとめたものである<sup>(6)</sup>。表5によると1999年時点では過半のEMEが固定為替相場制度ないしそれに近い通貨制度を維持しており、フロート制採用国のなかにもそれまでの固定相場制度が破綻して新たな金融政策のアンカーを模索中の国々が多く含まれていた。しかしその後多くの国において（管理）フロート制度への移行が進み、新たな金融政策の枠組みとしてインフレーション・ターゲティング（Inflation Targeting: IT）を採用する国が急増した。2006年時点では先進国、EMEともに（管理）フロートとITの組み合わせが最もポピュラーな金融通貨制度になっており、表5において他の制度に分類されている国々のなかにもすでにITに移行した国が存在する。

EMEのなかでIT採用国が現れはじめた2000年前後には開発途上国におけるITの維持可能性を疑問視する声も少なくなかったが、現在ではそれを開発途上国特有の問題に対処するための制度として積極的に評価する意見も聞かれるようになっている（Mishkin [2004]）。確かに開発途上国におけるITの歴史は短く、現在のところ先進国に比べて目標インフレ率の達成状況も十分とは言えない。しかし金融通貨政策が政治によって歪められがちな開発途上国においてITの前提となる中央銀行の独立性の意義は大きく、中期的な

表5 先進国と EME の金融通貨政策レジームの変容

1999	金融政策のアンカー							
	為替レート		IT		通貨量		その他	
	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
通貨制度								
独自通貨なし							11[11]	
カレンシーボード		1(1)						
標準的ベッグ	3[2]	6(3)				1		
クローリング・ベッグ／バンド		6(3)		3				
管理フロート				1			1	1
フロート			5		1	5(2)	2	1

2006	金融政策のアンカー							
	為替レート		IT		通貨量		その他	
	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
通貨制度								
独自通貨なし		2					12[12]	
カレンシーボード								
標準的ベッグ	1[1]	5		1		1		1
クローリング・ベッグ／バンド								
管理フロート				3(2)		3(1)		3
フロート			7	10(1)		1	3	

(出所) IMF ホームページおよび年次報告書をもとに集計。

(注) 「IT」はインフレーション・ターゲティング。「標準的ベッグ」は平価の調整をとまわらないバンド制度 (horizontal bands) を含む。[ ] はユーロ採用国および ERM I・II の参加国内数。( ) は IMF 融資プログラムが進行中の国内数。理論上は網掛けを付したセルは空白となるはずだが、一部の国では為替レートとその他の金融政策のアンカーが併用されているため、そのようなケースは為替レート以外のアンカーの列に計上した。

物価目標を政府と中央銀行の契約として明確化することは国民の金融政策への関心と理解を深めるうえでも有益である。また、これまでのところいったん IT を採用した国がそれを放棄した事例はなく、開発途上国においても IT が伝統的な固定為替相場制度に代わる金融政策レジームとして定着する可能性を示唆している (Rose [2007])<sup>(7)</sup>。

本節のこれまでの分析によれば、一般に EME と呼ばれる国々はかなり多様であり、これらの国々の対外脆弱性克服能力に関して過度に悲観的になる

ことは好ましくないように思われる。ただし前述のことは必ずしも国内の政策運営に問題がある国以外において資本移動の不安定性が問題でないことや IMF が加盟国の資本収支危機予防を支援すべきでないことを意味するものでない。本章では紙幅の制約のために詳述できないが、国際資本移動の動向が一部の先進国の金融政策やリスク環境の変化に強く依存していることは多くの実証研究によって示されており（Ferrucci et al. [2004]）、小国や国内金融市場が未発達な開発途上国において外生的な資本移動ショックがマクロ経済運営や国際収支管理の深刻な攪乱要因になっていることは事実である。近年、多くの開発途上国が外貨準備増しや地域的な外貨スワップ協定締結などを通じて資本収支危機予防を強化していること、過去の危機から十分に回復していない国々が新たな危機に直面するとそれまでの経済調整努力が水泡に帰する可能性があることなどを考慮すると、IMF がこれらの国々の対外脆弱性克服への努力を後押ししつつ自己実現的な資本勘定ショックの予防に役立つ保険的プログラムを検討することは非難すべきことではない。ただし経済的、政治的にさまざまな制約下にある IMF が各国・地域ベースの対策より効果的なプログラムを安価で提供できるかどうか自明でなく、論理的、実証的に考察すべき問題である。次節ではこのような視点から RAL の評価を試みよう。

### 第3節 リザーブ増強ラインの評価

前述したように、本章の執筆時点で提案されている RAL は突発的な資本逃避に対する加盟国の耐性を高めることを目的とした一種のクレジットラインであり、2003年に失効した CCL と類似したプログラムと言える。CCL が利用実績ゼロのまま廃止されてからわずか2年あまりの間に同種の制度が中期戦略の EME 支援策の中心に据えられるに至った理由は、部外者にとって必ずしも分かりやすいものではない。本節ではまず RAL の内容を CCL と比



較し、経済学的な視点からその有用性を分析する。次に RAL に対する主要加盟国と執行部の立場を分析し、その背後にどのような政治的力学が作用しているかを考察する。

## 1. RAL の提案内容

表6は本章の執筆時点で提案されている RAL の内容を CCL のそれと比較したものである。RAL の全体的な制度設計は CCL のそれと似通っているが、制度の利便性向上のためにいくつかの配慮がなされている。まず、CCL が外国の資本収支危機の伝播の懸念がある国だけを対象としていたのに対し、RAL の対象国は「国際金融市場にアクセスを持ち」、「資本収支危機に対する脆弱性を残す（が脆弱性軽減に向けた努力が実を結びつつある）国」とされている（IMF [2007b: 7]）。第2に、CCL ではクレジットラインの申請時だけでなく資金の引出し時にも理事会における審査が義務付けられていたのに対し、RAL では深刻な資本収支危機が生じている事実を確認する以外に正式な審査は実施しないことが提案されている。第3に、CCL において初回の引出し限度額がクレジットライン全体の3分の1程度とされていたのに対し、RAL に同様の規定を盛り込むことは提案されていない。

ただし、他の大半の条件に関しては CCL と大きな相違が認められないかむしろ厳格化されていることにも注意が必要である。たとえば CCL に明示的な与信上限額が規定されていなかったのに対し、RAL はクォータの300%程度の単一規模のプログラムとすることが提案されている。また、一部の加盟国はクレジットラインの有効期間を数年程度とするよう要望しているが、現行の提案では RAL は CCL と同じ1年間のプログラムとされており、より長期の融資保証を望む国には既存の RAL の失効時（前）に再度審査を受けて新規のクレジットラインを獲得するよう求めている。さらに CCL において実際に資金が引き出された場合に SBA（場合により EFF）として引き継がれることが企図されていたが、RAL は相対的に利率や返済期限に厳しい



表 6 CCL と RAL の比較

	CCL <sup>1)</sup>	RAL <sup>2)</sup>
制度の目的	自国の政策は健全かつ外国の資本収支危機の伝播リスクに晒されている国々に予防的防衛資源 (a precautionary line of defence) を提供する。	自国政策は健全だがショックに対する脆弱性を露す国に融資保証を行うことにより当該国の脆弱性除去への努力を支援し、自己実現的な危機の発生を予防する。
対象国の選択方法	加盟国の申請による	加盟国の申請による
保証金額の上限	クォータの300～500% (明示的な上限なし)	クォータの300% <sup>3)</sup>
融資保証の有効期間	1年	1年 <sup>4)</sup>
コミットメント・フィー		
融資保証の根拠となる融資	通常の GRA 融資に準じる (クォータの100%まで0.25%、それ以上は0.1%)	通常の GRA 融資に準じる (クォータの100%まで0.25%、それ以上は0.1%)
ファシリティー	原則として SBA	SRF
金利	借入れ後の経過期間に応じて段階的に1.5%から3.5%に上昇	SRF に準じる (借入れ後の経過期間に応じて段階的に3%から5%に上昇)
返済期限	返済期待期間 1～1.5年、返済期限 2～2.5年	SRF に準じる (返済期待期間 2～2.5年、返済期限 2.5～3年)
基本的な適格要件	(1)他国の危機の伝播時以外には資金引出しの必要がないと見込まれている (2)近隣の第4条審査における肯定的評価 (3)民間投資家との建設的な関係と対外脆弱性緩和への取組みの進展 (4)申請時に提出する経済・金融政策プログラムの内容とその遂行へのコミットメント	(1)クレジットライン設定時に引出しが見込まれていない (2)強固なマクロ経済管理と残存する脆弱性克服へのコミットメント。申請時に IMF に提出する経済・金融プログラムに定量的な行動計画を書き込む。 (3)既存の対外負債が維持可能と判断されている (4)透明な政策とデータ公表基準へのコミットメント ※ 自国通貨の大幅な過大評価にもかかわらず固定為替相場制度を維持する国は不適格。 实体经济、公的部門、金融部門、企業部門および対外部門に関する定量的指標を総合的に評価。個々の定量的指標の適切性は国際資本市場にアクセスを持つ他の加盟国(先進国を含む)との比較によって判断。 6カ月後に中間審査。 SRF の引出し基準が満たされていることを確認する以外には基本的になし。
具体的な審査基準	実質為替レート、公的負債、対外負債、外貨準備、民間銀行の為替リスク管理状況、国内信用の対 GDP 比率など。明確な基準は設定されていない。	
与信枠提供後のモニタリング	6カ月後に中間審査。	6カ月後に中間審査。
アクセス時の審査	あり。引出し承認要件として、①突然の市場の信頼喪失により短期的な国際収支ファイナンスに著しい困難が生じている、②国際収支の困難が主として国際金融市場の環境悪化を反映したものであり、当該国の政策に著しい欠陥がなかったことが必要。	
アクセス開始時の引出し上限	通常は与信枠全体の約 1/3	なし
アクセス開始後のモニタリング	定期的な審査あり。初回引出し時にそれ以降の引出し条件やスケジュールを確定せず、約 3ヵ月後に実施状況や国際金融環境の動向などを考慮しつつ決定。	初回引出しと同時に経済状況や政策遂行状況の審査 (post-activation review)。事後のな

(出所) IMF [2003a, 2003b; 2007a] などをもとに作成。

(注) 1) 2000年秋の見直しによって変更された箇所は変更後の規定による。

2) 多くの項目は検討中。

3) クォータの500%程度を求める意見あり。

4) 2～3年を求める意見あり。

SRF の一部として設立されることが提案されている。

CCL においては、①事前審査やクレジットライン提供期間中の中間審査の基準が明確でなく、事前に審査結果を予想することが困難であったこと、②各段階の審査においてネガティブな判定を受けた場合、それが民間投資家のセンチメントを悪化させ、内外資本移動の不安定性を高める可能性があると考えられたことが利用の障害となったと分析されていた。それでは RAL はこれらの問題をどのように克服しようとしているのだろうか。

前記の①に関しては、CCL よりやや踏み込んだ審査基準を規定に盛り込むことによって審査の透明性を高めることが提案されている。申請にあたっての基本的な要件は表6の「適格要件」欄に示した4項目であり、対外負債の圧縮が求められていることと自国通貨が過大評価されているにもかかわらず硬直的な為替相場制度に固執する国を不適格としている点は前節の分析とも整合的である。しかしここで決定的に重要なのは表6 RAL 欄(2)の「強固なマクロ経済管理と残存する脆弱性克服へのコミットメント」をいかに判定するかであり、それによってプログラムの適用可能国の範囲は大きく変化する。2006年秋の理事会セミナーにおいてもこの点を明確化しようスタッフに指示がなされ、2007年2月の文書においては対外債務や対外流動性の状況、公的部門の債務管理状況、民間金融部門の健全性の各分野について複数の経済指標を参照しつつ評価を行う方針が示された。しかしここでも具体的な指標は例示的な列挙にとどめられており、それらがどの程度の範囲に収まっていれば適切と見なされるのかは説明されていない。したがって審査結果の予測可能性という点では CCL と大きな違いはないと思われる。

一方、これまでに公表された関連文書において前記の②の問題は明示的に議論されておらず、IMF がそれをどのように考えているのかは明らかでない。RAL では引出し時審査の撤廃が提案されているため、ひとたびクレジットラインを付与された国が国際収支危機に直面した時点で融資保証を剥奪され、それがいっそうの資本逃避を煽るといった最悪の事態は避けられるかもしれない。また、当初の申請に関しても、正式に申請する前に第4条審査の機会

を利用してスタッフに打診するよう示唆されているため (IMF [2007a]), 申請が明示的に却下されて金融市場を混乱させる事態も回避可能だと考えているのかもしれない。ただし後者は審査に合格した国の名前だけが公表されることを意味し、本来公開されるべき情報の一部を IMF が隠蔽することによって問題を解決しようとするものと言える。

しかしこれらの処置によっても、RAL が CCL の経験した問題を克服し、EME を含む開発途上国の資本収支危機予防ツールとして定着する可能性は低いと思われる。民間の金融機関のクレジットラインであればリスクとリターンを考量して長期的な収益が最大となるように制度の設計と運営を行えばよく、個々の顧客の審査結果を第三者に説明したり顧客ごとの審査の公平性を証明したりする必要はない。しかし国際機関である IMF は原則的にすべての出資国に対して業務説明の責任を負っており、逆に言えば一部の加盟国にしか直接的な利害が及ばない政策に関しても他の加盟国の意向を無視することはできない。また、RAL は不可避免的に IMF が対象国の経済政策に肯定的な評価を与えることを意味するため、審査の透明性と公平性を確保することも必須となる。

しかし前節において分析したように、過去に深刻な国際収支危機を経験した国々のなかにも対外脆弱性の除去が進みつつある国々は少なくなく、これらの国々が RAL のようなプログラムに魅力を感じるとは考えにくい。一方、過去の政策の履歴に著しい問題がある国に対して IMF がクレジットラインを提供することを他の加盟国が了承するはずはなく、そのことを認識している国々もあえて申請に踏み切ろうとはしないだろう。したがって RAL のような申請ベースの予防型プログラムでは原理的に経済環境や政策の健全性がグレーゾーンにある国だけが対象となることになる。しかしそのような国々の政策運営状況を一部の加盟国が要求しているような少数の経済指標のチェックリスト方式で機械的に審査することは現実的でなく望ましくもない。一方、各国の状況を鑑みて弾力的な評価を行おうとすれば評価の透明性や公平性の維持が困難となり、RAL に興味を持つ国々とその安易な利用を阻止し

ようとする国々の双方から不満の声があがることになる。

前記の問題を具体的に考察するために、2007年2月文書において提案されている方式で事前審査が実施された場合にどのような国が実際に適格と判断されうるか、参照される個々の経済指標の健全性の水準を変化させることによって適格国の集合がどのように変化しうるかを検討してみよう。前述したように IMF は国際金融市場に参加する意志を持つ加盟国に SDDS の採用を求めており、RAL の適格要件にも透明なデータ公表基準へのコミットメントが含まれている。そこでここでは SDDS 採用国だけに対象を限定し、2007年2月文書において言及されている経済指標ないしそれと類似する一連の指標の値を計算する。そして過去の国際収支危機や金融・通貨危機の決定要因に関する研究などを参考にしつつ、それぞれの指標について、①適格、②準適格、③不適格の基準を設定し、各国におけるそれらの達成状況を調べることにする<sup>(8)</sup>。さらに参考として、過去に IMF の特例融資が実施された国々においてアクセス・リミット超の融資が取り組まれた年の前年（特例融資が年末に開始された国は当該年）にこれらの指標が適格基準を満たしていたかも確かめてみた。

まず、表7にはここで採用した指標の定義と適格基準がまとめられている。(1)の対外債務残高の対 GDP 比率は純債務ベースで計算することが望ましいが、必要なデータが得られる国が限られているため、やむをえずグロスの債務残高をもとに計算した。また、(1)と(5)は契約通貨別、期間別に評価すべきところだが、SDDS 採用国のなかでも必要な統計を公表していない国が少なくないため、ここでは一括して計算した。(4)の通貨制度の選択は対外流動性そのものの指標ではないが、固定為替相場制度やそれに類する通貨制度の採用国では相対的に高い対外流動性水準を維持する必要があるため、指標に加えた。また、一国の金融部門の健全性を少数の経済指標から判定することは困難だが、ここでは GFSR のデータをもとに簡単な銀行部門の健全性指標を作成し、それを(7)として採用した。さらに2007年2月文書において RAL の申請要件に金融部門評価プログラム（Financial Sector Assessment Program:

表7 仮想的な RAL の適格基準（各項目の判定基準）

項目	適格水準 (○)	不適格水準 (●)
<u>対外債務</u>		
(1) 対外純債権総額の対 GDP 比率（ストック）	>-0.3	<-0.5
(2) 過去3年間の経常収支の対 GDP 比率の平均値 （フロー）	>-0.03	<-0.06
<u>対外流動性</u>		
(3) 外貨準備総額 ÷（短期負債総額 + 過去5年間の経常収支赤字の最大値）	>1.0	<0.5
(4) IMF の分類による事実上の通貨制度	独立フロート、名目為替レート の目標値のない管理フロート および独自の法定通貨なし	カレンシーボードおよび伝 統的ベッグ
<u>公的債務</u>		
(5) 過去6年間の財政収支の対 GDP 比率の累積値 （ストックの近似値）	>-0.1	<-0.15
(6) 過去3年間の財政収支の対 GDP 比率の平均値 （フロー）	>-0.02	<-0.04
<u>金融部門</u>		
(7) 国内銀行部門の健全性の4つの指標のうち、 ベンチマークを満たしているものの数。4指 標は、(a)自己資本比率（リスク調整後）、(b) 不良債権比率、(c)引当金比率、(d)ROA 比率。 (a)、(c)、(d)のベンチマークは先進22カ国の平 均値-1 標準偏差として算出。(b)のベンチマ ークは先進諸国の平均値+1 標準偏差として 算出。	≥ 3	< 2
(8) 金融部門評価プログラム実施状況	実施済み	未実施
<u>その他</u>		
(9) IMF の融資プログラム実施状況	実施中のプログラムなし	実施中のプログラムあり

（出所） 著者作成。

（注） ○と●の間に該当する国は準適格（△）。(5)は中央政府債務+中央政府保証付き債務。

FSAP) の実施を含めることが示唆されているため、FSAP 受容れ実績の有無も金融部門健全性の代理変数のひとつとして採用した<sup>(9)</sup>。最後に、他の IMF の融資プログラムが進行中の国には RAL を提供しない方針が示されているため、進行中のプログラムの有無も適格条件に加えた。

表8には個々の国々に関する判定結果が示されている。ここで対象とされた41カ国には前節の EME の大半とその他の国々の一部が含まれており、RAL の潜在的な対象国の集合として妥当であろう。表8を見てまず気付くことは、すべての指標に関して適格要件を満たしている国がきわめて少ないことである。ただしこのことは必ずしもこれらの国々に深刻な問題が存在することを意味するものではない。表には示していないが、データの得られる先進諸国に関して同じ試算を行ったところ、多くの国々においてやはり不適格と判定される項目が見出された。一般に先進諸国において対外脆弱性が大きな問題でないとすると、表8において適格基準を満たしていない項目が含まれる国々において必ずしも看過できない問題が存在するとは言えないであろう。ただし不適格項目やデータ不足により判定不可能な項目が著しく多い国にクレジットラインを提供すべきでないことはもちろんである。したがって適格国と不適格国の線引きはやはり個々の指標の値だけでなくこれらの全体的な水準、さらに当該国固有の要因などを総合的に考慮して行うしかなく、審査の透明性や審査結果の予測可能性をあらかじめ担保することは困難と思われる。

表8において観察される第2の点は、現時点ですべての（またはほとんどの）適格基準を満たす少数の「優良国」のなかに、1990年代半ば以降に深刻な国際収支危機を経験したブラジルや韓国、メキシコなどが含まれていることである。IMF [2006b] などでは過去の国際収支危機からの回復過程にある国々の支援のために RAL のようなプログラムが有用であることが強調されているが、これらの国々のケースは当局の政策態度が対外脆弱性除去のために何よりも大切であることを示すものと言えよう<sup>(10)</sup>。

第3に、表8からも過去の EME の国際収支危機において硬直的な通貨制度がきわめて重要な役割を果たしていたことを確認できる。表8の最下段を見ると、1990年代半ば以降に IMF の特例融資の対象となった国々のほとんどが危機直前まできわめて固定的な通貨制度を維持していたこと、そしてそのような制度を担保できる外貨準備を保有していなかったことが分かる<sup>(11)</sup>。

表8 適格要件の達成状況

国名	対外債務		対外流動性		公的債務		金融部門		IMF プログラム (9)
	債務 ポジション (1)	経常 収支 (2)	外貨 準備 (3)	通貨 制度 (4)	債務 ポジション (5)	財政 収支 (6)	銀行部門 健全性 (7)	FSAP (8)	
アルゼンチン	○	○	●	○	○	○	●	●	○
アルメニア	△	△	○	○					○
ベラルーシ	○	△	●	●			○	○	○
ブラジル	△	○	○	○			○	○	○
ブルガリア	△	●	△	●	○	○	○	○	●
チリ	○	○	○	○		○	○	○	○
コロンビア	○	○	○	○	●	●	○	○	○
コスタリカ	○	△	○	●	○		○	○	○
クロアチア	●	△	○	○	●	△	○	○	○
チェコ	△	△	○	○	●	△	○	○	○
エクアドル	●	○	●	○	○	○	○	○	○
エジプト	○	○	○	○			○	○	○
エルサルバドル	●	△	△	○		●	○	○	○
エストニア	●	●	●	●			○	○	○
ハンガリー	●	●	△	△	●	●	○	○	○
インド	○	○	○	○	●	●	○	○	○
インドネシア	△	○	○	○		○	○	●	○
イスラエル	○	○	△	○	●	●	○	○	○
カザフスタン	△	○	○	○			○	○	○
韓国	○	○	○	○	○	○	○	○	○
キルギス	●	△	△	○	○	○	○	○	●
ラトビア	●	●	●	●	○	○	○	○	○
リトアニア	△	●	△	●	○	○	△	○	○
マレーシア	○	○	○	●	○	○		●	○
メキシコ	○	○	○	○			○		○
モルドバ	●	△	●	○	○	○	○	○	●
モロッコ	△	○	○	●	●	△	△	○	○
ペルー	△	○	○	○	△		○	○	○
フィリピン	△	○	○	○	●	△	○	○	○
ポーランド	△	○	○	○		○	○	○	○
ルーマニア	△	●	○	○		○	○	○	○
ロシア	○	○	○	○	○	○	○	○	○
スロバキア	△	△	○	△	○	△	○	○	○
スロベニア	○	○	○	△	○	○		○	○
南アフリカ	○	○	△	○			○		○
タイ	△	○	○	○	○	○		●	○
チュニジア	●	○	○	○		△	△	○	○
トルコ	△	△	△	○	●	●	△	○	●
ウクライナ	△	○	○	●	○	○	○	○	○
ウルグアイ	○	○	○	○	●	△	○	○	●
アルゼンチン (2000)	△	△	△	●	△	△			●
ブラジル (1998)	○	△	△	●		●			●
インドネシア (1997)	●	○	●	○	○	○			○
韓国 (1997)	○	○	○	○		○			○
メキシコ (1994)	△	●	●	●	○	○			○
ロシア (1995)	○	○	△	○					○
タイ (1996)	●	●	●	●	○	○			○
トルコ (1999)	△	○	△	○	●	●			○
ウルグアイ (2001)	○	○	△	●	△	△			●

(出所) 各国ホームページ, IMF, *AREAER*, *GFSR*, *IFS*, World Bank, *WDI*, *Global Development Finance*, Bank for International Settlement/IMF/OECD/World Bank, *Joint External Debt Hub* (JEDH), Bubula and Ötoker [2002], Lane and Milesi-Feretti [2006] のデータと情報をもとに集計。

(注) いずれも2006年末時点の実績にもとづく。○ (適格), △ (準適格), ● (不適格)。空欄はデータなし。



大半の国々ではそれ以外の指標にも適格条件を満たしていないものが含まれており、EMEの国際収支危機の原因として通貨政策だけを強調すべきでないことは確かであろう。しかし2000年代に入って多くのEMEにおいて柔軟な金融通貨政策が定着しつつあること、柔軟な金融通貨政策の障害となる対外債務や金融機関のバランスシート問題などが改善されつつあることを考慮すると、表8のうち何カ国がRALのような制度に需要を見出すかは必ずしも明らかでないように思われる。

## 2. RALの政治学

それではIMFの加盟国は現行のRALの提案内容をどのように受け止めているのだろうか。また、IMFの執行部はどのような考えにもとづいてRALの提案内容を設計したのだろうか。IMFの政策の実質的な決定主体は理事会であるが、理事会の議論は要約された形でしか公表されないため、これらの資料から各国の見解を推察することは難しい。一方、IMFCは理事会と同様に24の加盟国ブロック（constituencies）が選出する委員によって構成され、半年ごとの委員会において委員が行った所信演説の多くがIMFのホームページに公開されている。そこで、ここでは現行のRALの提案内容が示された後の2007年春と秋のIMFC委員会のステートメント資料をもとに、各ブロックがEME支援強化を中期戦略の他の課題と比べてどの程度重視しているか、そしてRALに関する提案をいかに評価しているかを調べてみよう。

具体的には、まず各委員のステートメントのなかで中期戦略に関する部分を抜き出し、中期戦略の他の課題と比べてEME支援にどれだけ言及がなされているかを判定し、それを0, 1, 2の数値にコード化した。EME支援への言及があるケースに関してはさらにRALに関する言及があるか、それをどのように評価しているかを調べ、これも0, 1, 2の数値に集計した。これらの結果は表9にまとめられている（数値の意味については表の注を参照）<sup>(12)</sup>。

表9を見てまず気付くことは、大半の国（ブロック）においてIMFの政策



表9 中期戦略とRALに関する加盟国の見解

加盟国ブロック <sup>1)</sup>	クォータ 比率 <sup>2)</sup>	EME シェア <sup>3)</sup>	EME 支 援強化の 重要性 <sup>4)</sup>	最重要課題 <sup>5)</sup>	RAL の 評価 <sup>6)</sup>
1 アメリカ (1)	16.8	0.0	0/1	クォータ / サーベイランス	1
2 日本 (1)	6.0	0.0	1	クォータ / EME 支援	2
3 ドイツ (1)	5.9	0.0	1	サーベイランス	1
4 フランス (1)	4.9	0.0	1	クォータ / 財源	1
5 イギリス (1)	4.9	0.0	0	最貧国支援 / クォータ / サー ベイランス	
6 ベルギー, オーストリア, トルコ (10)	5.2	27.4	1	クォータ	0
7 オランダ, ウクライナ, ルーマニア (12)	4.8	22.3	1	サーベイランス	1
8 スペイン, ベネズエラ, メキシコ (8)	4.2	59.1			
9 イタリア, ポルトガル, ギリシャ (7)	4.1	0.0	0/1	サーベイランス	0
10 オーストラリア, 韓国, ニュージーランド (14)	3.9	45.2			
11 中国 (1)	3.7	100.0	0/1	クォータ / サーベイランス	1
12 カナダ, アイルランド, ジャマイカ (12)	3.7	0.0	0	サーベイランス	
13 スウェーデン, ノルウェー, デンマーク (8)	3.5	0.0	0	最貧国支援	
14 クウェート, イラク, リ ビア (13)	3.2	16.4			
15 サウジアラビア (1)	3.2	0.0			
16 インドネシア, マレーシ ア, タイ (12)	3.1	81.3			
17 南アフリカ, ナイジェリ ア, ザンビア (19)	3.0	29.0	1	最貧国支援	2
18 スイス, ボーランド, セ ルビア (8)	2.8	22.5	0/1	サーベイランス	1
19 ロシア (1)	2.7	100.0	1	サーベイランス	1/2
20 イラン, アルジェリア, パキスタン (7)	2.4	31.2	0	クォータ	
21 ブラジル, コロンビア, トリニダード・トバゴ (9)	2.4	78.1	1	クォータ	2
22 インド, バングラデシュ, スリランカ (4)	2.4	80.3	1	クォータ / サーベイランス	1
23 アルゼンチン, チリ, ベ ルー (6)	2.0	92.6	1/2	EME 支援 / クォータ	2
24 コンゴ民主共和国, コー トジボワール, カメルー ン (24)	1.4	0.0			
EU (ECOFIN)	32.2	4.6	1	クォータ	1

(出所) IMFC ステートメント資料をもとに集計 (<http://www.imf.org/external/am/index.htm> 2008年5月アクセス)。網掛けは該当資料なし。

(注) 1) 国名はブロック (constituency) のなかでクォータの大きい順に3カ国まで示した。かつこの数字はブロックの構成国数を示す。

2) 総クォータ数に占める各ブロックのクォータのシェア (%)。

3) 各ブロックの総クォータ数に占める EME のクォータのシェア (%)。

4) 中期戦略への言及に占める EME 支援の取扱い。0 = 言及なし・ほとんどなし。1 = 言及されているが副次的取扱い。2 = 最重要課題 (のひとつ) として言及。

5) 中期戦略のなかで最重要課題として言及されている課題 (複数のケースあり)。

6) RAL の提案内容・条件に対する評価。0 = 必要なし・より厳格な条件を求める。1 = (おおむね) 賛成・意見なし。2 = 条件の緩和を求める。

監視機能（サーベイランス）の見直しやクォータの再配分が中期戦略の最重要分野と見なされており、EME 支援が相対的にマイナーな課題と認識されていることである。各国（ブロック）が自国の利害と直結する課題に強い関心を示すことは当然だが、EME を多く含むブロックのなかでも EME 支援を中期戦略の最重要課題に位置付けているのはアルゼンチンらによって構成される南米諸国のブロック（表中のブロック番号23）のみである。該当資料が得られないためアジアの EME を多く含むブロック10および16の欄は空欄になっているが、2006年秋の委員会におけるステートメントを見る限り、これらの国々も IMF の資本収支危機予防策に大きな期待を抱いていないように思われる。また、単独でブロックを構成する中国やロシアも EME 支援強化に言及してはいるが、それを自国の利害に直結する課題と考えてはおらず、むしろ他の開発途上国に対して彼らの利益を代弁する意思があることを印象付けようとしているように見受けられる。

RAL に関しても大半の国々が無関心であるか批判的である。特に先進諸国の一部のブロックが新規プログラムの設立に懐疑的な姿勢を示す一方、EME を含むブロックの多くは提案されている利用条件の大幅な緩和や融資保証規模の拡大を求めている。すなわち現行の提案内容はいずれの国々からも評価を得ておらず、それが執行部やスタッフの期待とは裏腹にプログラム導入に向けた議論が難航している理由であろう<sup>13)</sup>。

加盟国のなかで IMF の政策に最も大きな影響力を持つのはアメリカであるが<sup>14)</sup>、過去の IMFC 会議におけるアメリカ財務長官のステートメントを見ると、2006年4月までは融資保証制度の意義に懐疑的な立場を採っており、EME の自助努力の重要性を強調していた。しかし RAL の素案提示後の2006年9月の委員会において融資保証制度の検討そのものは歓迎するとの立場に転じ、2007年4月の委員会では RAL を基本的に支持する意向を表明している。実際にはアメリカの態度が軟化したことを受け、執行部は2006年秋にプログラム提案に踏み切ったのであろう。

それではアメリカはなぜ EME 向けの融資保証制度を支持する立場に転じ

たのだろうか。アメリカ財務長官のステートメントを見る限り、中期戦略に関するアメリカの関心の中心は加盟国の通貨政策監視体制の強化にあり、具体的には1977年の為替相場政策監視に関する理事会決議（1977 Decision on Surveillance over Exchange Rate Policies）を改正して IMF の政策勧告に強制力を持たせ、自国通貨の増価に抵抗しつつアメリカに対して貿易黒字を計上している国々に政策変更を迫ることにあったと思われる。いうまでもなくこれらの国々の多くは中国をはじめとする EME 諸国であり、アメリカは自国の関心領域においてこれらの国々の譲歩を引き出すために、融資保証制度に関して柔軟な態度を示すことにしたのかもしれない。ただし2007年6月に1997年決議の改正が実現したためか、同年10月委員会におけるアメリカのステートメントにおいては EME に関する言及はなく、今後再び態度が硬化する可能性も考えられる<sup>15)</sup>。

最後に IMF の執行部が EME 支援強化と RAL を積極的に推進している理由を考えよう。まず、中期戦略にもとづく IMF の一連の組織改革と業務見直しは執行部のイニシアチブとして開始されたものであり、改革・見直しの内容と実施方法の選択においては理事会や加盟国だけでなく執行部の意向も反映されている。近年、世界経済において EME のプレゼンスが急速に拡大しており、執行部は今後 IMF という組織の正当性（legitimacy）を維持するうえでこれらの国々の意向に十分に配慮する必要があることを認識しているはずである。また、第2節で見たように、近年では多くの EME 諸国が外貨準備の積上げなどを通じた自己保険的政策を強化しており、IMF の融資残高は激減している。執行部としてはこのような動向に歯止めをかけると同時に、需要の変動の大きい融資活動以外の業務を開拓する必要性も感じているであろう。

先に見たように、中期戦略に関する当初の文書においては EME 支援強化の具体的方針は示されておらず、融資関連業務に関しても融資保証制度の再設と並んで CCL 最終見直しの際に退けられた PA の活用も示唆されていた。資本収支ショックに対する脆弱性を残す国々の政策調整を後押しするうえで

RAL のように規模や条件が均一化された短期の融資保証プログラムが最適とは思われず、各国の状況を考慮して期間や与信規模、条件などを調整できる通常の融資ファシリティーを PA として取り組む方が合理的なように思われる。実際、RAL の意義に懐疑的なベルギーやイタリアらのブロックも EME 支援そのものを否定しているわけではなく、PA 活用の道を探ることを求めている。しかし2006年以降の中期戦略文書においては PA に関する記述は見当たらず、それが当面の取組み課題から外されたことがうかがえる。

それがどのような理由によるものかは明らかでないが、第1に考えられるのは当の EME 諸国が PA の活用より新規の融資保証制度を望んでいることであろう。どのような工夫を施すにせよ PA はあくまでも通常の融資プログラムの一形態であり、被融資国には明示的なコンディショナリティーが義務付けられる。EME に限らず IMF 融資の受入国においては融資の条件として課される夥しい数の事前行動条件 (prior actions) や実績基準 (performance criteria) に対する不満が強く、EME 諸国がこれらをともなわない制度の新設を選好することは不思議でない。しかし先に見たように、国際機関である IMF が政策上の問題を抱える国に対して政策的義務をともなわない融資保証を行うことは不可能である。表6 (p. 84) に示したように、RAL においても申請国に対してクレジットライン有効期間中に実施する経済金融調整計画の提出を義務付け、申請時や中途の審査においてその内容や達成状況を精査することになっている。この計画は十分な定量的裏付けを持つものとされており、実際には通常のプログラムの実績基準に近い性質のものになると考えられる。

第2の理由として、執行部自身が時間をかけて PA の柔軟化に取り組むより新規の融資保証制度の導入を望んでいる可能性が考えられる。PA を本格的に資本収支危機予防のために利用しようとする場合、アクセス・リミット規定の変更やコンディショナリティーの抜本的見直しなどが必要になる可能性が高い。しかし IMF の与信活動全体に影響が及ぶこのような改革には多くの先進諸国が難色を示しているだけでなく、議論の展開しだいで既存の

PAの運用状況などに関して執行部やスタッフに批判の矛先が向かう可能性も考えられる<sup>(16)</sup>。一方、RALのような新規の融資保証制度の場合、それが既存の融資プログラムに与える影響はあくまでも間接的なものであるため、制度の設計や運用の十分な厳格化を約束すれば先進国の支持を取り付けられると判断したのかもしれない。先に見たように、RALにおいては対象国の範囲こそCCLより広げられているものの、融資保証期間や上限金利、引出しの際の利率や返済期限などはCCLより厳しく設定されている<sup>(17)</sup>。これらのことから、執行部が先進諸国の理解を得やすい制度設計を行うことによって早期にRALの導入を実現し、目に見える中期戦略の成果の一部とすることを望んでいる可能性が考えられる。

## おわりに

本章では中期戦略に示されているEMEに対する支援強化の方針とその具体策であるRAL構想の経済的意義を分析し、その背後にどのような政治的配慮が働いているかを検討した。EMEという言葉の意味するところは実際には曖昧であり、一般にEMEと呼ばれる国々とそれ以外の開発途上国の間で内外金融投資の規模や規制環境に関する明瞭な相違は認められない。また、前者のなかでも外生的な資本移動ショックに対する耐性が高まっている国々は少なくなく、これらの国々においてIMFの支援が原理的に必要となるかどうかの議論は正しくないように思われる。

ただし国際資本移動に多くの不確実要因が存在し、突発的な資本逃避が一国のマクロ経済運営の深刻な攪乱要因になりうることを考えると、IMFが加盟国の自己保険に代替する予防的プログラムを検討することは必ずしも意義のないことではない。しかしIMFが185カ国の拠出金によって成立している国際機関であること、IMFの融資保証が不可避的に当該国の政策を承認する意味を持つこと、IMFの主要出資国と潜在的な融資保証の対象国の利

害関係が大きく異なっていることなどを考慮すると、IMF が実効性のある融資保証プログラムを提供できるかどうかは明らかでない。現在提案されている RAL の内容が CCL の直面した問題を十分に克服していないこと、一部の加盟国が制度設計や利用条件の大幅な修正を求めているにもかかわらずそれが実現する可能性が低いことなどを考慮すると、仮に RAL が設立されても実際にどれだけの利用が見込めるかは疑問である。

また、RAL が EME 支援の中心に据えられるに至った背景には、中期戦略の他の課題をめぐる主要国間の思惑や駆引きに加え、執行部自身の意向も関与していたと思われる。IMF の政策が主要国の圧力によって歪められがちなことはしばしば指摘されているが、本章の分析は IMF の組織・政策運営の動向を理解するうえでスタッフを含む執行部の置かれた立場やインセンティブにも十分な注意を払う必要があることを示唆している。日本のような先進諸国にとって EME 向けの支援活動は主体的な関心を抱きにくい課題であるが、それが間接的に IMF の業務全体に与える影響も考慮しつつ、今後さらなる議論が重ねられることを望みたい。

〔注〕

- (1) 2008年4月の専務理事の報告書では当該プログラムの仮称が Rapid Access Line に変更されたと述べられているが (IMF [2008])、頭字語ではいずれも RAL となる。
- (2) 1992～2005年の新規融資プログラム162件のうち52件が PA として取り組み、そのうち6件では実際に資金が引き出されている (IMF [2006a])。
- (3) GFSR は IMF の定期刊行物のひとつであり、国際金融市場の状況を定期的に評価し、グローバルな視点から EME の資本調達状況とそれにまつわる諸問題を分析することが目的とされている。
- (4) ただしこのことは一部の EME において数値の分母にあたる GDP や貿易総額の増加率がきわめて高かったことも反映している。
- (5) ただし6分野のそれぞれにおいて限定的な規制緩和が行われているケースは少なくないと思われ、指数の値が EME の対外資本開放の進捗状況を過小評価している可能性は考えられる。ただしグループ全体で見た場合、EME とその他の国々の間で指数の経時的な推移に明瞭な差異は認められない (熊倉

〔2007：表6〕）。

- (6) Calvo and Reinhart [2002] らは開発途上国の現実の通貨制度が公式の制度からしばしば大きく乖離していることを指摘している。しかし1999年以降のIMFの通貨制度の分類においては各国当局からの報告内容や観察された名目為替レートの推移、IMFの国別担当者の意見などが総合的に考慮されている。
- (7) ただしこのことはすべての国々が固定為替相場制度を放棄すべきことやITを採用すべきことを意味するものではなく、極端な小国や国内物価と金利の関係が著しく不安定な国々においては名目為替レートをアンカーとする金融政策の方が望ましいケースもありえよう。しかしそのような国々が自国経済の国際金融市場との統合を進める場合、国内金融システムの健全性や財政規律の改善、外貨準備の積増しなどによって名目為替レートの維持可能性を十分に担保する必要がある。
- (8) 基準値の設定にあたってはChamon et al. [2007] やIMF [2006c] などを参照した。
- (9) FSAPは加盟国の金融部門強化を目的としてIMFと世界銀行が共同で開発・実施しているもので、審査と技術支援の両方の要素を含んでいる。ただしFSAP実施済みの国々のなかでも評価結果の公表を拒んでいる国が少なくない。
- (10) なお、アルゼンチンやロシアなどもここで採用した対外債務や政府債務ボジションの適格要件を満たしているが、これはこれらの国々が国際収支危機発生後に一方的な債務不履行を実施したことを反映した部分が大きい。表8 (p. 90) には他にも近年に公的債務のリストラクチャリングを行った国々が含まれており、これらの国々をいかに処遇すべきかも重要な問題である。
- (11) 韓国だけは危機直前の通貨制度が適格とされているが、同国においても1990年代半ばまでドルリンクに近い政策が維持されていた。
- (12) 複数国から構成されるブロックが選出する委員のステートメントはブロック全体の意見を代表しているべきところだが、現実には必ずしもその通りになっていないようである。また、単独でブロックを構成する国に関しても、国全体というよりは担当省庁の意向や委員の個人的見解が反映されていると思われるものもないわけではない。したがって集計結果は一定の幅をもって評価する必要がある。
- (13) 他の先進諸国と異なり、日本はEME向けの融資保証制度の再設を強く支持しており、RALに関しても制度の利用条件緩和を求めている。その理由は明らかでないが、日本において伝統的に自由な資本移動に対する猜疑心が強いこと、他の東アジア諸国の利益を代弁しようとする意識が働いていること、IMFの融資保証制度に対して前向きな姿勢を示すことによって日本政府（とりわけIMFとの交渉窓口である財務省）が推進している東アジアにおける金



融通貨政策協力への批判をかわそうとしていることなどが考えられる。

- (14) 欧州連合 (European Union, EU) 諸国も全体としては大きな影響力を持っており、IMFCの定例会議においても各国 (ブロック) から派遣される委員とは別に欧州委員会 (European Commission, EC) と経済財政経済相・蔵相理事会 (Economic and Financial Affairs Council, ECOFIN) の代表がスピーチを行っている。中期戦略に関してはもっぱら後者がコメントしているが、ECOFIN代表のステートメントを見る限り、EU全体としてはEME向けの融資保証制度に対して慎重な姿勢を示しつつ明瞭に反対もしない立場を採っている。その理由として、EU加盟国のなかにフランスや旧東欧諸国のようにRALを積極的に支持する国々とベルギーやイタリアらのグループのように懐疑的な国々が混在していること、中期戦略の課題のなかでEUにとって最も重要なクォータ再配分に関して域外のEMEと利害調節を図る必要があることなどが考えられる。
- (15) IMF理事会におけるアメリカの担当理事は財務省から派遣されているが、担当理事はアメリカ議会に対してIMFの政策運営に関する定期的な説明を義務付けられているだけでなく、議会が指定する一連の政策をIMFの政策に反映させるよう働きかける義務も負っている。ただしこれらの政策のなかには他の加盟国の支持を得られる可能性がほとんどないもの (アメリカだけの経済的利益を追求するものやIMFの業務と関連の薄い社会政策など) も多く含まれており、担当理事と財務省は議会の意向と広義の国益のバランスを図る必要に迫られている。かつてCCLがアメリカ財務省の積極的な支持を受けて導入された経緯も考慮すると、IMFの融資保証制度に関して財務省内で一貫した見解が存在するわけではなく、議会からの圧力が強い為替政策監視などの分野において他の加盟国と交渉するうえで適宜交渉の材料として利用している可能性も考えられる。
- (16) PAに関しては2006年にも理事会で議論が行われているが、ここではPAが通常のプログラムに比べて安易に取り組まれているかをチェックすることが目的とされており、それを資本収支危機予防に活用するという視点は失われている。
- (17) IMFにおいて新規ファシリティを設立する場合や既存のファシリティの修正を行う場合には総務会における承認が必要だが、その内容によって必要な票数は異なっている。現行の提案通りにRALを設立する場合はクォータベースで過半数の国々の支持を集めればよいが、RALを既存の融資ファシリティと異なった目的を持つプログラムとして設立し、かつ独自の利率を設定する場合には総クォータ数の70%、さらに独自の返済スケジュールを設定する場合には85%の賛成を得る必要が生じる。



## 〔参考文献〕

## 〈日本語文献〉

熊倉正修 [2007] 「新興市場経済諸国の国際収支危機と IMF」 (国宗浩三編「IMF と開発途上国」 日本貿易振興機構アジア経済研究所調査研究報告書 111-158ページ)。

## 〈外国語文献〉

- Bubula, Andrea, and Inci Ötoker [2002] "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies," IMF Working Paper, No. 02/155.
- Burger, John D., and Francis E. Warnock [2006] "Local Currency Bond Markets," *IMF Staff Papers*, 53, Special issue, pp. 133-146.
- Calvo, Guillermo A. [2005] *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart [2002] "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp. 379-408.
- Caprio, Gerald, and Daniela Klingebiel [2003] "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises," World Bank Finance and Private Sector Research (<http://go.worldbank.org/5DYGICS7B0>).
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse, and Alessandro Prati [2007] "Can We Predict the Next Capital Account Crisis?" *IMF Staff Papers*, 54(2), pp. 270-305.
- Claessens, Stijn, and Sergio L. Schmukler [2007] "International Financial Integration through Equity Markets: Which Firms from Which Countries Go Global?" IMF Working Paper, No. WP/07/138.
- Eichengreen, Barry [2002] *Financial Crises and What to Do about Them*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann [2005] *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago and London: Chicago University Press.
- Ferrucci, Gianluigi, Valerie Herzberg, Farouk Soussa, and Ashley Taylor [2004] "Understanding Capital Flows to Emerging Market Economies," *Bank of England Financial Stability Review*, 16, pp. 89-97.
- International Monetary Fund [2003a] "Review of Contingent Credit Lines," (<http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2003/021103.htm>).
- [2003b] "Completion of the Review of the Contingent Credit Lines and

- Consideration of Some Possible Alternatives,” (<http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2003/111203.htm>).
- [2004a] “IMF Discusses Status Report on Crisis Prevention and Precautionary Arrangements,” (<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn03146.htm>).
  - [2004b] “SDDS—What’s New,” (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/getpage/?pagename=sddswhatsnew>).
  - [2005] “The Managing Director’s Report on the Fund’s Medium-Term Strategy,” (<http://www.imf.org/external/np/omd/2005/eng/091505.pdf>).
  - [2006a] “Precautionary Arrangements - Purposes and Performance,” (<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=570>).
  - [2006b] “Country Insurance: the Role of Domestic Policies,” (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/061906.pdf>).
  - [2006c] “Fund-Supported Programs and Crisis Prevention,” (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/032306.pdf>).
  - [2007a] “Further Consideration of a New Liquidity Instrument for Market Access Countries—Design Issues,” (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2007/021307.pdf>).
  - [2007b] “IMF Key Issues: Emerging Markets,” (<http://www.imf.org/external/np/exr/key/emkts.htm>).
  - [2008] “Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on the IMF’s Policy Agenda,” (<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4241>)
- Jeanne, Olivier, and Anastasia Guscina [2006] “Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set,” *IMF Working Paper*, WP/06/98.
- Kose, Ayhan M., Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei [2006] “Financial Globalization: A Reappraisal,” *IMF Working Paper*, WP/06/189.
- Lane, Philip P., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2006] “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004,” *IMF Working Paper*, WP/06/69.
- Lucas, Robert E. [1990] “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *American Economic Review*, 80(2), pp. 92–96.
- Miniane, Jacques [2004] “A New Set of Measures on Capital Account Restrictions,” *IMF Staff Papers*, 51(2), pp. 276–307.
- Mishkin, Frederic S. [2004] “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?” *NBER Working Paper*, No. 10646.
- [2006] *The Next Great Globalization*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rose, Andrew [2007] “A Stable International Monetary System Emerges: Inflation

Targeting Is Bretton Woods, Reversed," *Journal of International Money and Finance*, 26(5), pp. 663–681

Williamson, J. [2005] *Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*, Washington, D. C.: IIE.

(サイトへのアクセスはいずれも2008年5月)